

С. О. Силантьєв,
канд. техн. наук,
ДВНЗ «Київський національний економічний
університет імені Вадима Гетьмана»

ПІСЛЯ КРИЗОВЕ ВРЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ

У статті зроблено аналіз причин розвитку економічної і фінансової кризи 2007—2008 років. Висвітлена роль позабіржового ринку похідних фінансових інструментів (ПР ПФІ). Проаналізована динаміка зростання обігу ПР ПФІ за останні 10 років і узагальнені заходи щодо його регулювання: критичні компоненти, напрямки і програми. Зазначається, що для всіх країн світу кінцевим строком запровадження централізованого клірингу всіх без виключення ПР ПФІ, відповідно до міжнародних рекомендацій, повинен бути кінець 2012 року.

Ключові слова: Біржовий ринок ПФІ, позабіржовий ринок ПФІ.

В статье проведен анализ причин развития экономического и финансового кризиса 2007–2008 годов. Представлена роль внебиржевого рынка производных финансовых инструментов (ПР ПФИ). Проанализирована динамика роста объёма ПР ПФИ за последние 10 лет и обобщены меры по его урегулированию: критические компоненты, направления и программы. Подчеркивается, что для всех стран мира конечным сроком введения централизованного клиринга всех без исключения ПР ПФИ, в соответствии с международными рекомендациями, должен быть конец 2012 года.

Ключевые слова: Биржевой рынок ПФИ, внебиржевой рынок ПФИ.

In this article the sources of financial and economic 2007-2008 crises are analyzed. The role of the OTC derivatives markets was presented. Dynamics of growing of the OTC derivatives markets on last 10 years and decisions for the regulation ones: critical components, ways and programs are analyzed. The end time of the OTC derivatives markets central clearing for all countries on the international recommendation should be at the end at 2012 was emphasized.

Keywords: regulated marked of the derivatives, OTC derivatives market.

Після 60 років існування регульованого ф'ючерсного ринку (біржового ринку ПФІ) перші позабіржові похідні фінансові інструменти з'явилися в обігу лише в 1981 році. За останні 30 років ПР ПФІ ефективно використовувався для вирішення широкого кола питань з ризик-менеджменту. Причому, у порівнянні з регульованим БР

ПФІ, прозора централізована торгівля контрактами ПР ПФІ тривалий час не проводилася. Дилери лише фіксували контракти, трансфер яких здійснювався до інших фінансових установ з установленням усіх учасників фінансової операції з оприлюдненням дуже обмеженого об'єму інформації [1]. З 1981 року, за дуже короткий період ринок зріс тільки в США з 1 трлн дол. до 300 трлн дол. За аналітичними оцінками Ф. Маттінглі, станом на 8 червня 2010 року, об'єм світового ПР ПФІ складав 615 трлн дол. США [2]. Таким чином, на ПР ПФІ здійснюється обіг 20 дол. США для кожного долара товарів і послуг, виробленого американською економікою і біля 12 дол. США — світовою економікою. За цей період недосконалого регулювання ПР ПФІ структура контрактів трансформувалася у напрямку стандартизації під тиском використання ефективних інформаційних технологій та потужних електронних торговельних платформ. Але й у таких умовах широкого застосування інновацій на ПР ПФІ, вдосконалення електронних торговельних платформ, у всіх торговельних операціях домінували дилери.

Метою статті є формування першочергових заходів щодо врегулювання ПР ПФІ на основі рекомендацій міжнародних організацій G-20, FSF, BIS(BCBS), провідних світових регуляторів CFTC, FSA з визначенням факторів, критичних компонент, напрямків і програм.

За останні 10 років торгівля кількості ф'ючерсних контрактів збільшилася в 5 разів (рис. 1).

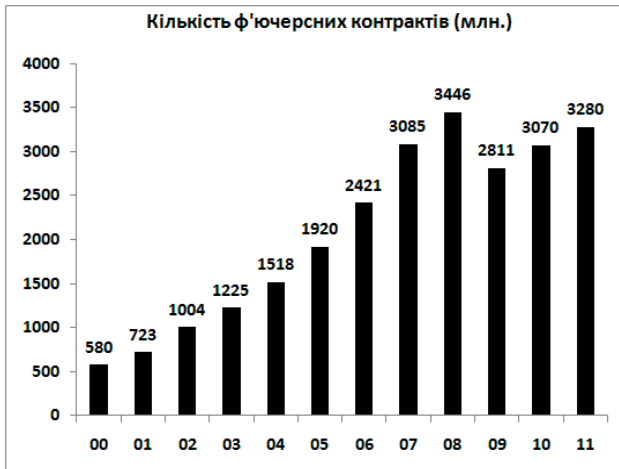


Рис. 1. Загальна кількість ф'ючерсних контрактів з 2000 по 2009 рр. (млн одиниць)

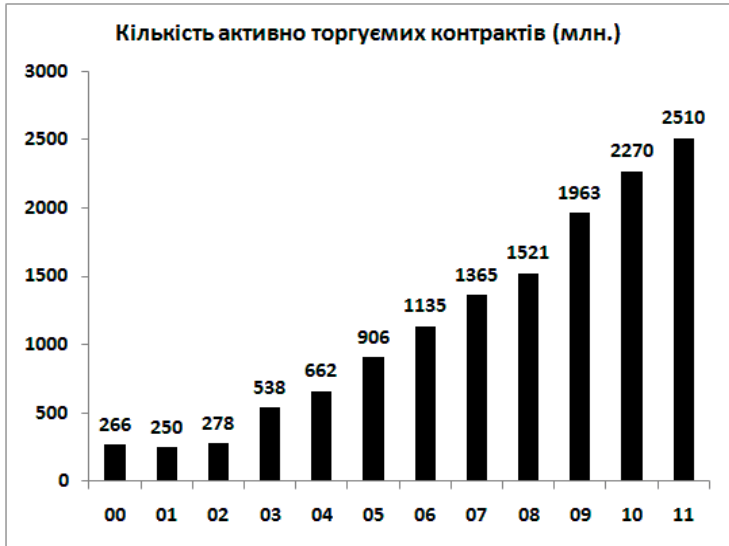


Рис. 2. Кількість активно торгуємих ф'ючерсних контрактів з 2000 по 2009 рр. (млн одиниць)

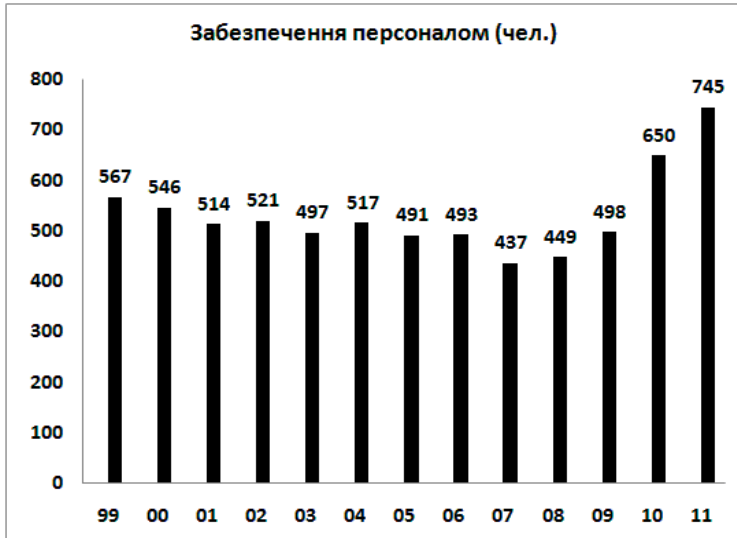


Рис. 3. Забезпечення комісії (CFTC) персоналом з 1999 по 2010 роки.

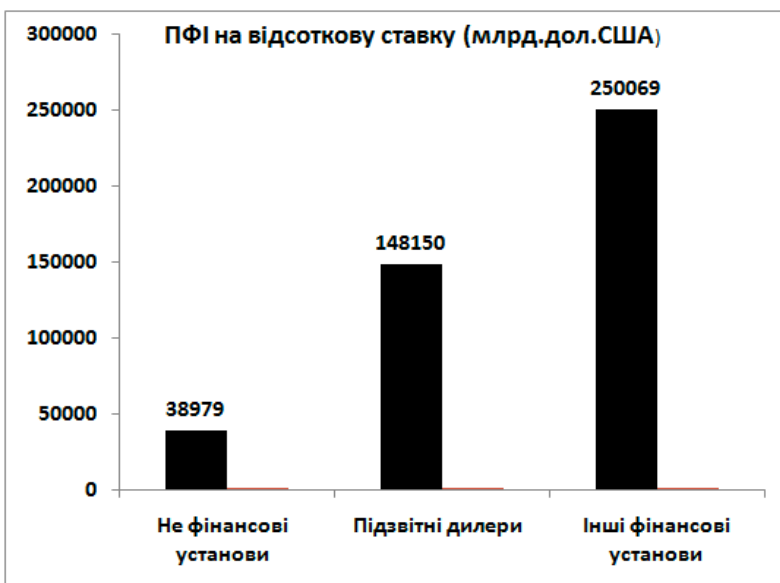


Рис. 4. ПФІ на відсоткову ставку (за 2009 рік)

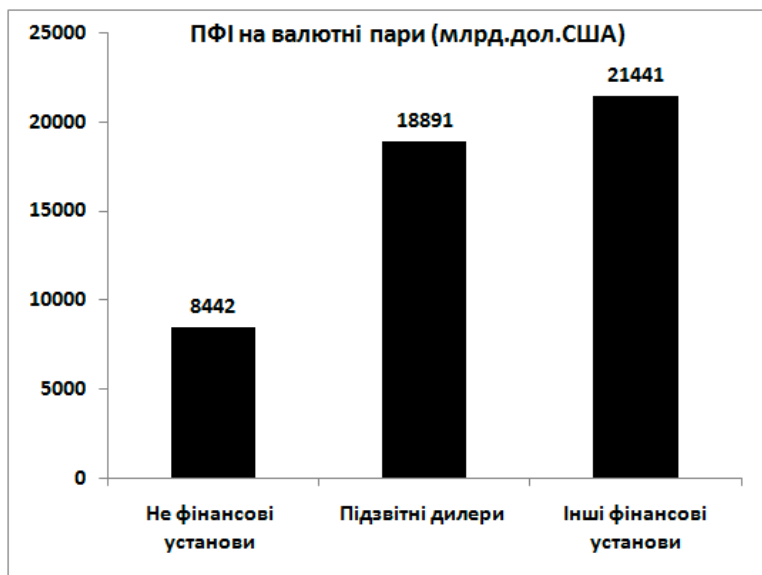


Рис. 5. ПФІ на валютні пари (за 2009 рік)

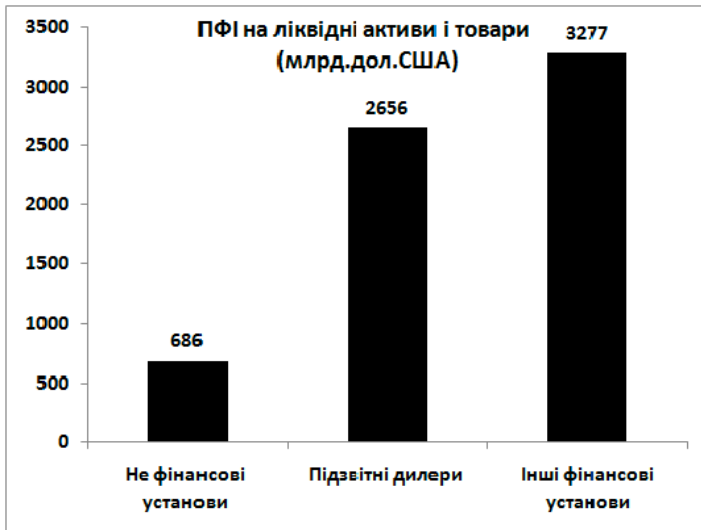


Рис. 6. ПФІ на ліквідні активи і товари (за 2009 рік)

За цей же період кількість ф'ючерсних і опціонних контрактів, торгівля якими здійснювалася з підвищеною активністю, зросла у 7,5 разу, причому більшість із цих контрактів за власною природою суттєво ускладнювалася (рис. 2). Динаміка чисельності працівників СФТС, які здійснювали регулювання ПР ПФІ на відсоткову ставку, на валютні пари, на ліквідні активи і товари, і об'єми цих ринків за 2009 рік наведені на рис. 3—6. Ринок кредитних дефолтних свопів (CDS) зростав дуже швидко за останні 10 років від 40 % до 160 % щорічно, від 630 млрд дол. у 2001 році до 36 трлн дол. наприкінці 2009 року. Це майже два с половиною ВВП країни. За даними BIS — 95 % транзакцій з CDS здійснено між фінансовими установами [5]. Станом на березень 2010 року СФТС здійснює спостереження 14 контрактних ринків і 13 клірингових центрів. У комісії зареєстровано 66187 учасників, включаючи 51921 учасників торгівлі, 1277 операторів товарних пулів, 2568 експертів товарних ринків, 7114 брокерів «на підлозі», 1477 брокерів «на вході», 166 комісійних торговців, 1694 брокерів початківців. Розмір ринку, що регулювався комісією станом на кінець 2009 року перевищував 33 трлн дол. США [4]. Все це завдяки вимогам комісії щодо професійної підготовки спеціалістів, які зобов'язані у власній діяльності ефективно використовувати інформаційні технології. Бюджет

комісії на 2011 рік — 216 млн дол. США з очікуванням у 2012 році збільшення на 45 млн дол. США.

Початок кризових явищ 2008 року був ініційований чисельними вимогами у поверненні фінансового залогу загальним об'ємом 180 млрд дол. США із страхової компанії AIG, в умовах її неефективного управління портфелем активів, що складав 2 трлн дол. США. Пасивні методи управління портфелем компанії були пов'язаними лише з перерозподілом страхових премій до американських та європейських банків. Цей пасивний метод управління портфелем, що використовувався тривалий час, є наглядним прикладом, як ПФІ позабіржового ринку, що використовувалися з метою менеджменту та зменшення ризиків, фактично перетворилися в дуже складні інструменти, які забезпечували концентрацію і, як наслідок, підвищення ризиків не тільки в економіці, але для суспільства в цілому. У зв'язку з неконтрольованим розвитком подій на фінансовому і реальному секторах економіки провідні світові регулятори — CFTC (США) і FSA (Британія) весною 2010 року підписали взаємний меморандум про захист суспільства від зловживань на біржовому і ПР ПФІ. А наприкінці минулого року між ними був підписаний меморандум про обмін ринковою інформацією по абсолютній більшості ліквідних ринків, включаючи інформацію клірингових центрів обох сторін по цим ринкам. Особлива увага приділялася проблемам регулювання енергетичних ринків, ринку нафти. Для цих ринків, які є критичними для сталого економічного розвитку досягнуті домовленості про щоденний обмін інформацією. На думку Г. Генслера, «... ПР ПФІ був серцем кризи 2008 року». Тільки завдяки програмам допомоги банківському сектору США у розмірі 700 млрд дол. і програмам допомоги МВФ для більшості країн світу обсягом більше 2 трлн дол. США, були подолані некеровані процеси в світовій фінансовій системі. Таким чином, фінансова і економічна криза, що розпочалася у 2008 році, засвідчила, що регулювання ПР ПФІ є недосконалим.

Фінансові кризи, що були і раніше, надавали приклади ефективних рішень для створення основ справедливого ціноутворення на ф'ючерсному ринку, шляхом широкого використання свопів. Таким чином, сьогодні регуляторні основи ПР ПФІ повинні застосовуватися до всіх дилерів до всіх видів ПФІ і повинні включати ПФІ, які дуже ефективно вже зарекомендували у якості ринкових регуляторних механізмів справедливого ціноутворення: свопи на відсоткову ставку, свопи на валюту, свопи на обмінну ставку, товарні свопи, свопи на акції, кредитні дефолтні свопи і

нові фінансові інструменти, які можуть бути розроблені у недалекому майбутньому [6].

Головні напрямки регуляторних реформ визначаються факторами, які критично впливають на кризові явища в економіці:

- прискорене зростання кількості і складності сек'юритизованих кредитних моделей;

- широке включення комерційних банків до торговельної активності;

- збільшення фінансового левериджу;

- розширена трансформація експіраційних термінів ринкових активів;

- комплексність і непрозорість структурованих кредитів і системи обігу ПФІ;

- неможливість подолати про циклічність на ринку;

- відсутність адекватного буферного капіталу.

При цьому ефективні ринкові реформи повинні включати три критичні компоненти:

- регулювання усіх без виключення дилерів ПФІ. Вони повинні мати необхідний капітал і для кожної транзакції робити хеджування на випадок дефолту. Всі дилери, без виключення, повинні відповідати стандартам цілісності ринку;

- публічна прозорість ПР ПФІ. Стандартні ПФІ повинні торгуватися на біржах або на інших торговельних платформах. Більш прозорий ринок ПФІ з підвищеною ліквідністю є більш конкурентним, тому для хеджування ризиків компаніям необхідно буде робити на них менше витрат. Прозорість ринку буде сприяти зменшенню ціни ПФІ і ризиків для всіх учасників транзакцій, які використовують ПФІ;

- для суттєвого зменшення ризиків необхідно застосування централізованого клірингу для стандартних ПФІ. Централізований кліринг довів власну дієвість ще з кінця 19-го сторіччя, в часи Великої Депресії, у часи другої світової війни і у часи кризи 2008 року. Кліринг своєї повинен бути прозорим не тільки для дилерів, але і для інших учасників ринку ПФІ. Пряма участь у кліринговому центрі повинна бути прозорою і відкритою для будь-якого учасника, який відповідає об'єктивним критеріям.

Відповідно до пропозицій Г. Генслера 28 квітня 2010 року підкомітету з фінансових сервісів Сенату США, всі регуляторні напрямки ПР ПФІ можна реалізувати за допомогою додаткових ресурсів, а саме: «висококваліфікованих спеціалістів з новими компетенціями і професійними навиками, що забезпе-

чить подальший розвиток технологічної інфраструктури галузі, регулювання якої буде здійснюватися» [3]. Ці удосконалення є необхідними засадами для підвищення відкритості та цілісності ринку. Тільки «...завдяки сильному, інтелектуальному регулюванню ми зможемо повністю захистити американський народ і забезпечити існування сильної економіки» [3]. У перші після кризові 9 місяців 2009 року найкрупніші гравці ПР ПФІ за звітом ФРС отримали загального прибутку у розмірі 52,83 млрд дол. США, а саме Goldman Sachs — 19,8 млрд дол.; Bank of America Corp. — 10,64 млрд дол.; JPMorgan Chase — 9,34 млрд дол.; Citigroup Inc. — 6,84 млрд дол.; Morgan Stanley — 6,21 млрд дол. [7].

Ефективні реформи ПР ПФІ необхідно здійснювати у наступних напрямках:

- запровадження регуляторного законодавства для дилерів ПР ПФІ;

- підвищення прозорості, стандартизації і торгівлі ПФІ;

- зменшення ризиків публічних фінансових установ шляхом стандартизації ПР ПФІ і їх централізованому клірингу.

На основі прийнятого в різних країнах законодавства для регульованого ринку ПФІ (США — 2008 Farm Bill, закон, що діє з 18 червня 2008 року), нерегульованого ринку ПФІ (США — пакет Lincoln-Dodd, переданий до Сенату 21 квітня 2010 року), проєкт регуляторних пропозицій для фінансового сектору економіки (Європа — ухвалений 15 червня 2010, вступає в дію з 1 січня 2011 року) можна зробити висновки, що програми регуляторного нагляду за фінансовим сектором економіки в усіх країнах Європи, США та Азії спрямовуються на [9, 10]:

- інтегрований нагляд за процесами всіх учасників фінансового ринку, без виключення;

- особлива увага підвищеним ризикам, бізнес моделям і стратегіям;

- збалансований підхід до продунційного нагляду і кодексів поведінки учасників ринків;

- підвищена увага до макро-продунційного нагляду і крос-секторальним ризикам;

- використання ефективного менеджменту;

- спроможність приймати рішення відносно майбутніх ризиків і формування вимог до компаній щодо подолання цих ризиків.

За пропозиціями групи країн G-20 «...торгівля усіма стандартизованими ПФІ повинна здійснюватися на біржах або торговель-

них електронних платформах з централізованим клірингом не пізніше кінця 2012 року». Причому переважна більшість операцій повинна виконуватися завдяки алгоритмічним торговельним стратегіям, автоматичним виконанням ордерів із запровадженням ефективного управління електронним ринком ПР ПФІ. «Необхідно провести масштабні реформи ПР ПФІ. Ефективні реформи не можуть бути проведеними тільки однією державою. ... У зв'язку із тим, що абсолютна більшість ПР ПФІ знаходиться в США, Європі і Азії, ефективність реформ залежить від нашої спроможності до кооперації і знаходження консенсусу в цих дуже необхідних регуляторних реформах. Якщо ми не переможемо, ми залишимо глобальну економіку і світове суспільство під ризиком» [8].

Література

1. Basel Flash Report. August 5, 2009. — p. 9.
2. *Mattingly P.* Derivatives Market May Be Reshaped Even Without Swap-Desk Rule. <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aossBvOrhfdo>.
3. *Gensler G.* Statement of Gary Gensler Chairman, Commodity Futures Trading Commission before the Senate Committee on Appropriations Subcommittee on Financial Services and General Government. April 28, 2010. — P. 1—19.
4. *Gensler G.* Testimony of Chairman Gary Gensler Before the House Committee on Agriculture Subcommittee on General Farm Commodities and risk Management. CFTC, Office of Public Affairs, 3 March 2010. — p. 7.
5. *Gensler G.* OTC Derivatives Reform // Markit's Outlook for OTC Derivatives Market Conference. 9 March, 2010. — p. 5.
6. *Халл Дж. К.* Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты — Options, Futures and Other Derivatives. — М.: Вильямс, 2007. — 1056 с.
7. *Katz I., Schmidt. R.* Gensler Turns Back on Wall Street to Push Derivatives Overhaul. <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601108&sid=a3OkrdITAZtA>.
8. *Gensler G.* OTC Derivatives Reform. Chatham House, London, 18 March, 2010. — p. 4.
9. Food, Conservation, and Energy Act of 2008. Public Law 110-264, 110-th Congress, 2d Session. 18 June, 2008. — 1770 p.
10. Wall Street Transparency and Accountability Act of 2010. 111-th Congress, 2d Session. 25 April, 2010. — 357 p.

Стаття надійшла до редакції 19.05.2010 р.